

ホリスティック企業レポート

香陵住販

3495 東証 JQS

ベーシック・レポート
2019年7月26日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20190723

**茨城県内を中心に不動産の売買、賃貸、仲介、管理等のサービスを提供
賃貸管理戸数の伸長を基盤とした安定成長を目指す**

1. 会社概要

- ・香陵住販(以下、同社)は、本社がある茨城県を中心に、不動産の売買(自社企画投資用不動産の販売等)、仲介等を行う「不動産流通事業」と、不動産の管理や賃貸、コインパーキングやコインランドリーの運営、太陽光発電、建設工事等を行う「不動産管理事業」を展開している。
- ・売上高の構成比(18/9期)では、不動産流通事業が66.0%を占めているものの、営業利益の構成比(全社費用等のコスト配分前)では、人件費等のコスト負担が相対的に軽い不動産管理事業が58.8%を占めている。

2. 財務面の分析

- ・13/9期～18/9期の期間では、賃貸管理戸数が年平均9.0%伸びたこと等を背景に、単体売上高は同3.5%、単体経常利益は同13.5%増加した。
- ・成長性と収益性の観点で類似企業に比べやや魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、地域密着経営の継続にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、管理戸数を年1,000戸のペースで増加させ、管理事業収益等を中軸としたストック型収益の拡大による長期持続的な利益成長を目指している。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、19/9期の業績は、順調な業績の進捗状況を踏まえ、会社計画をやや上回ると予想した。
- ・20/9期以降は、19年3月に買収した子会社の業績への貢献や、管理戸数の増加等に伴う不動産管理事業の利益成長等により、20/9期は前期比11.4%営業増益、21/9期は同9.8%営業増益を見込んでいる。

アナリスト: 大間知淳

+81 (0) 3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2019/7/19
株価 (円)	1,285
発行済株式数 (株)	1,303,300
時価総額 (百万円)	1,675

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	3.9	4.7	4.2
PBR (倍)	0.6	0.6	0.5
配当利回り (%)	2.6	3.0	3.4

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	6 カ月
リターン (%)	4.3	3.6	-6.9
対TOPIX (%)	3.4	7.2	-6.7

【株価チャート】



【3495 香陵住販 業種: 不動産業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/9	4,952	15.1	445	3.3	438	8.2	277	20.1	281.2	1,836.0	20.0
2018/9	5,328	7.6	540	21.2	504	15.2	327	17.7	326.4	2,032.5	34.0
2019/9 CE	5,882	10.4	559	3.6	540	7.1	359	9.9	275.9	-	38.0
2019/9 E	5,935	11.4	569	5.3	544	7.8	360	10.1	276.3	2,257.8	38.0
2020/9 E	6,379	7.5	634	11.4	605	11.2	400	11.2	307.1	2,523.9	44.0
2021/9 E	6,858	7.5	696	9.8	670	10.8	444	11.0	340.9	2,817.8	50.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。18年5月31日付で1:5の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 茨城県を中心に不動産の流通業と管理業を展開する

香陵住販（以下、同社）は、本社がある茨城県を中心に、不動産の売買（自社企画投資用不動産の販売等）、仲介、家賃保証等を行う「不動産流通事業」と、不動産の管理や賃貸、コインパーキングやコインランドリーの運営、太陽光発電、建設工事等を行う「不動産管理事業」を展開している。

同社は、茨城県 15 店舗（水戸市 7 店、つくば市 3 店、ひたちなか市 2 店、日立市 2 店、東海村 1 店）、東京都 1 店舗（台東区上野の東京支社）の合計 16 店舗の営業拠点を有している。

同社は 19 年 3 月に、不動産の売買、管理、賃貸、仲介を事業領域とする KASUMIC（茨城県つくば市）を子会社化した（19/2 期売上高 666 百万円、営業利益 19 百万円、純資産 150 百万円、総資産 880 百万円）。茨城県内で同社の未進出エリアであった土浦と、出店強化地域としているつくばに拠点を持っていたことが買収の決め手となった。KASUMIC の 4 店舗（つくば市 1 店、土浦市 1 店、牛久市 1 店、千葉県柏市 1 店）が加わり、19/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）末の連結店舗数は 20 店舗となった。

18/9 期のセグメント別売上高構成比（外部顧客ベース）は、不動産流通事業 66.0%、不動産管理事業 34.0%であるが、営業利益の構成比（全社費用等のコスト配分前）では、不動産流通事業 41.2%、不動産管理事業 58.8%と、人件費等のコスト負担が軽い不動産管理事業が不動産流通事業を上回っている（図表 1）。

【図表 1】セグメント別業績の推移

（単位：百万円）

	セグメント	16/9期		17/9期		18/9期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		4,304	100.0%	4,952	100.0%	5,328	100.0%	7.6%
	不動産流通	2,601	60.4%	3,156	63.7%	3,518	66.0%	11.5%
	不動産管理	1,703	39.6%	1,795	36.3%	1,809	34.0%	0.8%
営業利益（セグメント利益）		431	100.0%	445	100.0%	540	100.0%	21.2%
営業利益率		10.0%	—	9.0%	—	10.1%	—	—
	不動産流通	317	43.9%	444	50.3%	400	41.2%	-9.9%
		12.2%	—	14.1%	—	11.4%	—	—
	不動産管理	406	56.1%	439	49.7%	570	58.8%	29.8%
		23.8%	—	24.5%	—	31.5%	—	—
	調整額	-291	—	-437	—	-430	—	—

（注）セグメントの売上高は外部顧客ベース、営業利益の構成比は調整額控除前、「調整額」は、「全社費用」と「未実現利益の調整額」の合計

（出所）香陵住販有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 不動産流通事業の柱は仲介事業収益と不動産売上高

不動産流通事業の収益は、仲介事業収益、不動産売上高、その他（建設売上高、保険代理店手数料等）に大別されている。仲介事業は、同社が行う賃貸不動産の仲介業務、売買不動産の仲介業務と、連結子会社であるジャストサービスが実施する賃貸不動産の賃借人に対する家賃保証業務に分類されている。

不動産売上高は、仕入不動産商品と自社企画投資用不動産の販売高によって構成される。仕入不動産商品については、主として中古戸建住宅、中古マンション、住宅用地を仕入れた後、リノベーションや土地造成を施し、同社グループの不動産商品として販売している。分譲地の例としては、「クアトロリーフ水戸」（茨城県水戸市、52 区画、16 年 10 月販売開始）が挙げられる。

自社企画投資用不動産については、主に年数棟の賃貸不動産（マンション、アパート、戸建等）を自社で企画し、用地取得後、外部のゼネコンにて建設、入居者を募集した後、当該物件の管理業務を同社が受託することを原則として個人投資家を中心に 1 棟販売している。同社では、現在、自社企画投資用不動産シリーズを「レーガバーネ」ブランドで販売している。

土地の取得から竣工までの期間は、鉄筋コンクリート造（以下、RC）マンションが約 1 年半、アパートや戸建が約 6 カ月である。

茨城県水戸市での自社企画投資用不動産の例としては、RC10 階建マンション（テナント 2 戸・居住用 40 戸、12 年 9 月完成）や、木造 2 階建賃貸専用戸建住宅（4 棟、15 年 3 月完成）、木造 2 階建アパート（12 戸、18 年 3 月完成）、RC12 階建マンション（居住用 60 戸、18 年 10 月完成）が挙げられる。

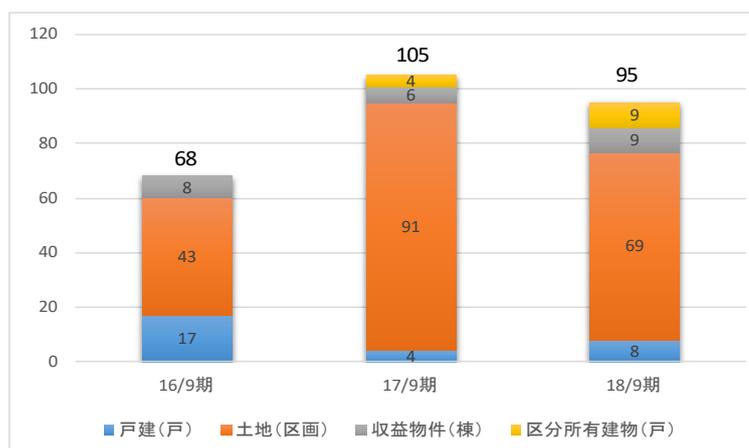
不動産流通事業の経営成績に影響を与える主要な経営指標（KPI）としては、不動産販売件数が挙げられている。不動産販売は、土地、戸建、収益物件（自社企画投資用不動産を含む）、区分所有建物に分類されている。土地は区画数、戸建と区分所有建物が戸数で計上されているのに対し、収益物件は棟数で計上されているため、その中にマンションやアパートが含まれている場合は、見掛け上の件数は少なく見えてしまう点に注意が必要である。1 件当たりの平均単価は、土地 5～15 百万円、戸建 10～20 百万円、収益物件 80～90 百万円、区分所有建物 9～10 百万円である。

18/9 期の不動産販売件数は、前期の販売に大型分譲地のクワトロリーフ水戸（52 区画）が含まれていたため、全体では 95 件と、前期比 10

件減少した。しかし、1 件当たりの金額が大きい収益物件が前期の 6 棟から 9 棟 (うち、自社企画投資用不動産 2 棟) に増加したため、18/9 期の不動産売上高は前期比増加した模様である (図表 2)。

【図表 2】不動産販売件数の推移

(単位: 件)



(出所) 香陵住販決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 不動産管理事業は管理、賃貸、太陽光発電で構成される

不動産管理事業の収益は、管理事業収益、賃貸事業収益、太陽光発電事業収益、その他に大別されている。管理事業収益の中心は、マンション、アパート等居住用物件と、オフィスビルや店舗等の事業用物件のオーナーから受託した賃貸不動産の管理料収入である。同社が対象物件のプロパティマネジメント業務(賃料収納、契約更新、保守メンテナンス、入居者管理、解約清算等)を行い、ジャストサービスが一部の保守メンテナンス、修繕工事を実施している。

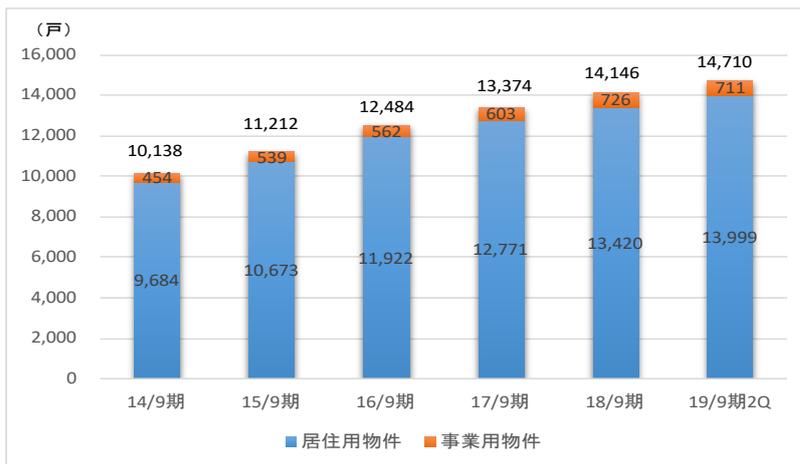
賃貸事業収益は、同社グループが所有する不動産(店舗、オフィス、住宅)の賃貸料や、同社がオーナーから借り上げた物件をサブリースし、入居者から受領する賃貸料、同社グループが所有する不動産または借り上げた不動産にて運営するコインパーキングやコインランドリーの事業収益によって構成される。コインパーキングの例としては、茨城県水戸市の ONE'S PARK 城南第 4 駐車場が、コインランドリーの例としては、茨城県水戸市の KORYO ランドリー(17年11月オープン)が挙げられる。

太陽光発電事業では、同社が所有する太陽光発電設備「KORYO エコパワー」で売電ビジネスを展開している。18/9 期末時点で、自社所有地の茨城県水戸市森戸町、同県石岡市大砂、同県水戸市高田町では発電量 1~3MW のメガソーラーを、借地の銚田市大蔵では発電量 152kW の小規模発電所を運営している。

◆ 管理戸数は每期着実に増加している

不動産管理事業の KPI としては管理戸数が開示されている。同社の営業拠点は、自社企画投資用不動産の販売による管理契約の獲得にとどまらず、他社が販売した不動産を対象とした管理契約の獲得にも注力しており、同社の管理戸数は、14/9 期末の 10,138 戸から 19/9 期上期末には 14,710 戸に増加した (図表 3)。

【 図表 3 】 住居・事業用管理戸数の推移 (単位: 戸)



(注) 数値は、各決算期末、単体ベース
(出所) 香陵住販決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

19/9 期上期末の管理戸数の地域別内訳は、水戸 9,812 戸、ひたちなか 2,230 戸、日立・東海 1,192 戸、つくば 797 戸、東京 679 戸である。なお、これとは別に、K A S U M I C では約 3,000 戸を管理している。

◆ 不動産売上高がサービス別売上高で最大となっている

同社は、多様なサービスを提供しているが、サービス別売上高では不動産売上高が最大となっている。18/9 期の売上高構成比では、不動産売上高 43.3%、仲介 16.9%、不動産流通その他 5.7% (以上、不動産流通事業)、賃貸 15.4%、管理 13.8%、太陽光発電 4.5%、不動産管理その他 0.3% (以上、不動産管理事業) となっている (図表 4)。

【 図表 4 】 18 年 9 月期のサービス別売上高構成比 (単位: %)

セグメント	構成比	サービス	構成比
不動産流通	66.0	不動産売上高	43.3
		仲介	16.9
		その他	5.7
不動産管理	34.0	賃貸	15.4
		管理	13.8
		太陽光発電	4.5
		その他	0.3

(出所) 香陵住販決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ フロー型収益とストック型収益を併せ持つビジネスモデル

同社グループは、不動産の売買、仲介を中心とする不動産流通事業と、賃貸不動産の管理を主軸に、不動産賃貸や太陽光発電等も行う不動産管理事業を展開している。不動産流通事業は概ねフロー型ビジネスである一方、不動産管理事業は継続的な収入が得られるストック型ビジネスであり、同社全体としては、フロー型収益とストック型収益を併せ持つビジネスモデルと言えるだろう。

◆ 物件のライフサイクルに応じて多様な収益機会を長期的に享受

同社が展開する投資用不動産に係るサービスを時系列に並べると、以下の通りである。

- 1) マンション等の自社企画投資用不動産を投資家（オーナー）に販売する（不動産売上高と売却益を計上）
- 2) オーナーに代わって入居者を募り、賃貸借契約を仲介する（賃貸仲介収益を計上）
- 3) オーナーと対象物件の管理委託契約を結び、賃貸管理業務を受託する（毎月の管理料収入や2年毎の更新料収入を契約終了時まで計上）
- 4) 賃借人の退去時に必要に応じて、原状回復工事（平均約3年毎）やリフォーム工事等のサービスをオーナーに提供する（修繕工事収入等を計上）
- 5) 竣工後25年程度を目安に外壁塗装等のリノベーション工事をオーナーに提供する（建設工事売上高等に計上）

このように、同社は物件のライフサイクルに応じて様々な収益機会を長期的に享受している（同社ではロングライフと呼んでいる）。

投資用不動産の販売は、ストック型収益を積み上げるための入り口となっており、短期的な観点だけでなく、長期的な観点からも注視する必要がある。よって、同社については、投資用不動産の販売もストック型収益の一部として位置付ける見方も採れるだろう。

◆ 多様な不動産活用メニューをワンストップサービスとして提供

同社は、不動産活用を検討するオーナーに対し、多様な商品メニューの中から、地域特性や対象不動産の状況に合わせて企画、提案できる点に強みを持っている。具体的なメニューとしては、賃貸住宅（マンション、アパート、戸建）、コインパーキング、月極駐車場、コイン

ランドリー、トランクルーム等が挙げられる。こうした提案能力によって、同社は多様な属性の顧客を開拓すると共に、リピート注文の獲得にも成功しており、不動産管理事業の着実な成長に繋がっている。

◆ 営業コストが軽いと見られる不動産管理事業の利益率が高い

18/9 期連結売上高の 98%を占める単体決算の売上原価明細書を見ると、不動産流通事業原価が 1,919 百万円、不動産管理事業原価が 890 百万円、合計 2,809 百万円となり単体売上高に占める比率は 53.7%となっている(連結の原価率は 53.3%であるが、その内訳は開示されていない)。

単体の事業別売上高は開示されていないため、連結の事業別売上高(外部顧客ベース)と単体の事業別原価を用いて、18/9 期における事業別の売上総利益率の近似値を試算してみると、不動産流通事業が 45.5%、不動産管理事業が 50.8%であった。

同社の不動産流通事業の売上総利益率が、マンション販売会社に比べて高いのは、売上総利益段階では、不動産の仕入れ原価や建築費が売上原価に計上される不動産売上高よりも、売上原価がほとんど発生しない仲介手数料の比率が大きいと推測される。一方、不動産管理事業については、管理事業収益の売上総利益率は高水準であると見られるものの、賃貸事業や太陽光発電事業で計上している減価償却費及び固定資産税や、サブリースに伴う賃借料の負担が原価率を押し上げていると考えられる。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)については、給与手当等の固定費が中心となっている。

18/9 期における連結ベースの事業別営業利益率(売上高は外部顧客ベース)は、不動産流通事業 11.4%、不動産管理事業 31.5%となっている。販管費率では、営業スタッフの人件費等の負担が重いと想定される不動産流通事業が高く、営業コストが軽いと見られる不動産管理事業が低いと推測される。

◆ 賃貸不動産の含み益は 5 億円を超える

同社の賃貸不動産(住宅、オフィスビル等)の連結貸借対照表計上額は、18/9 期末で 1,849 百万円であるが、その期末時価(不動産鑑定額)は 2,407 百万円に達しており、含み益(税引前)は 557 百万円と試算される。18/9 期の当該賃貸等不動産の賃貸利益は 178 百万円と開示されている。

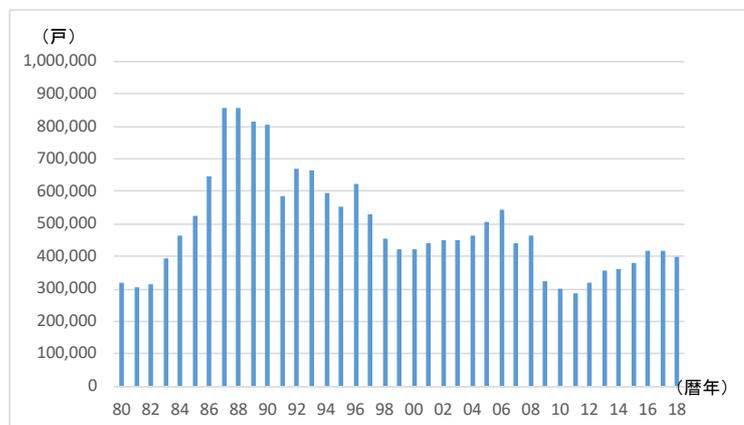
> 業界環境と競合

◆ 貸家着工はピークから急減したものの、ストック数は増加基調

同社の収益源と見られる不動産仲介や賃貸住宅管理については、業界統計が整備されていない。また、同社の事業基盤である茨城県の市場動向については一部のデータしか得られない。そこで、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、業界環境を分析する参考データとして、国土交通省が公表している新設住宅着工戸数（貸家）及び住宅ストックの推移（借家）を利用することにした。

新設着工戸数（貸家）は、87年のピークでは85万戸に達していたが、90年代のバブル崩壊と08年のリーマンショックを受けて、11年には28万戸に激減した（図表5）。

【図表5】国内新設住宅着工戸数（貸家）の推移



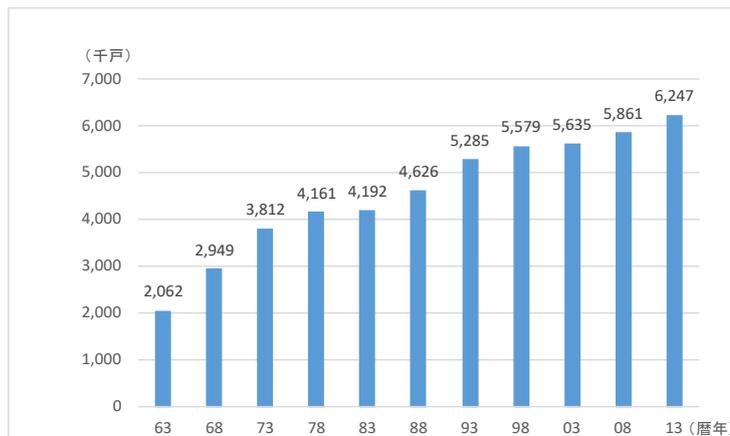
(出所) 国土交通省建築着工統計調査報告より証券リサーチセンター作成

その後は、景気の持ち直しや相続税対策によるアパート建設ブームを受けて、17年には41万戸に回復した。しかし、アパートの供給過剰による空室率の上昇、融資審査の厳格化等によって、17年6月以降、新設住宅着工（貸家）は前年同月比での減少基調が継続している。

一方、同社が注力している賃貸住宅管理事業は、賃貸住宅のストック数が市場動向の指標になると考えられる。国土交通省は5年毎に住宅ストック数の推移を公表しており、当センターでは、東京圏（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県）の借家の数値を参考データとして取り上げることにした。

東京圏の借家ストック数は、調査が開始された63年においては206万戸に過ぎなかったが、バブル崩壊直後の93年には528万戸に急拡大した。13年時点では624万戸に達しており、純増ペースは鈍化したものの、増加基調が継続している（図表6）。

【 図表 6 】 東京圏の借家ストック数の推移



(出所) 国土交通省ホームページを基に証券リサーチセンター作成

◆ 茨城県に本社を置く不動産会社ではトップクラスの実績

同社は茨城県を中心に不動産サービスを展開しており、全国展開している大手総合不動産や大手住宅メーカー等とも競合関係にあるものの、茨城県に本社を置く会社の中では、賃貸住宅の仲介件数や管理戸数でトップクラスの実績を誇っている。同社のサイトによると、全国賃貸住宅新聞が公表した「2018 賃貸仲介件数ランキング 326 社」においては、全体で第 44 位、茨城県内の不動産会社で第 1 位、「2017 管理戸数ランキング 914 社」においては、同第 80 位と第 3 位(上位 2 社は非上場会社)となっている。

全国規模で不動産仲介を手掛ける大手企業グループとしては、三井不動産(8801 東証一部)、住友不動産(8830 東証一部)、東急不動産ホールディングス(3289 東証一部)等の大手不動産グループと、大手金融機関の不動産子会社等が挙げられる。一方、全国規模で不動産管理を手掛ける企業グループとしては、不動産仲介大手グループに加え、大東建託(1878 東証一部)、積水ハウス(1928 東証一部)、大和ハウス工業(1925 東証一部)、レオパレス 2 1(8848 東証一部)、スターツコーポレーション(8850 東証一部)等のアパート建設大手が挙げられる。

不動産ビジネスは地域毎で競争が繰り広げられているため、大手企業グループが全国展開しているからと言って、同社の地盤である茨城県で強いとは限らない。しかしながら、大手企業グループは都道府県を限定したデータをほとんど開示していないため、茨城県での競合状況を分析するのは困難となっている。他方、同社の自社企画投資用不動産の売却先は個人顧客に限定されていないため、REIT 等に売却する際は、大手企業グループが同社の販売先になるケースも存在している。

>沿革・経営理念・株主

◆ 薄井代表取締役が不動産業を目的として 81 年に設立

同社は、薄井宗明代表取締役によって、不動産の売買、賃貸、仲介業を目的として、81年、茨城県水戸市南町に設立された。

薄井代表取締役は、74年に現在はオリックス(8591 東証一部)の連結子会社となっている大京(当時は大京観光)に入社した後、2度の転職経験を経て、81年に独立を果たした。

◆ 自社企画投資用不動産の取り扱いを 88 年に開始

会社設立時は、賃貸仲介、売買仲介を事業の中心としていたが、84年頃から賃貸アパートや賃貸戸建住宅の管理業務に進出した。信用力と資金力の向上を受けて、同社は88年に自社企画投資用不動産として「フォーライフ」シリーズの展開を開始した(17年からは「レーガバーネ」シリーズに名称変更)。

◆ 90 年以降に営業エリアや事業領域の拡大に乗り出した

同社は90年に、「駅南店」(水戸市城南)を開業し、営業エリアの拡大を開始した。96年には「フォーライフタウン千波」の販売を始め、本格的に宅地分譲にも進出した。99年に休眠状態になっていた子会社の商号を「ジャストサービス」に変更すると共に、管理物件のメンテナンス業務や原状回復工事を開始した。02年には東京上野駅前のテナントビルを購入し、不動産賃貸事業にも本格進出した。

11年までは、建築費が安く、投資家が高水準の投資利回りを確保できたRCマンションの自社企画投資用不動産を積極的に開発、販売していたが、東日本大震災を契機とした建築費の高騰による投資ニーズの低下を受け、同社はRCマンションの開発を一時抑制した。

そうした中、新たな成長源として、同社が目にしたのが、15年1月に茨城県銚田市で開始した太陽光発電事業であった。15年12月には水戸市高田町、16年6月には水戸市森戸町と茨城県石岡市でも運転を開始した。また、16年4月にはコインパーキングにも本格進出したほか、17年11月には大型コインランドリーも開設する等、事業領域の拡大を進めている。

18年9月、同社は東京証券取引所ジャスダック(スタンダード)市場に上場した。

◆ 経営理念

同社の社名は、薄井代表取締役が創業前に在籍していた香陵商事という会社にちなんで名付けられたが、香陵商事及びその経営者と同社の間には同社の設立時以降、資本関係はない。薄井代表取締役の「会社

は一度つくったら継続しなければならない」という信念の下、同社は、以下の企業理念を掲げている。

- (1) 私たちは、お客様満足度 No.1 企業を目指します
- (2) 私たちは、働く私たちの幸福 No.1 企業を目指します
- (3) 私たちは、社会との調和を重んじ地域発展に貢献するとともに、関係する人々に信頼される企業を目指します

◆ 株主

19/9 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 7 の通りである。19 年 3 月末時点において、薄井宗明社長が 37.9%の株式を保有している。大株主リストで確認が出来る社内取締役の保有分は合計で発行済株式総数の 51.1%に達している。その他の株主には、従業員持株会、金融機関等が名を連ね、大株主上位 12 名で 61.3%の株式を保有している。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	19年3月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	
薄井宗明	494	37.9%	1	代表取締役
菅原敏道	109	8.4%	2	専務取締役
水戸信用金庫	30	2.3%	3	
金子哲広	24	1.8%	4	常務取締役
菊本真透	24	1.8%	4	取締役
豊田正久	21	1.7%	6	元取締役
小野瀬益夫	20	1.5%	7	社外監査役
香陵住販従業員持株会	16	1.3%	8	
神長春美	15	1.2%	9	取締役
白田寛	15	1.2%	9	
須黒富美枝	15	1.2%	9	従業員
友部栄	15	1.2%	9	従業員
(大株主上位12位)	799	61.3%	-	
発行済株式総数	1,303	100.0%	-	

(出所) 香陵住販 19/9 期第 2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 13/9 期以降の数値が開示されている。過去 5 期の単体決算を見ると、賃貸管理戸数が年平均 9.0%伸びたこと等を背景に、売上高は年平均 3.5%、経常利益は同 13.5%増加した (図表 8)。

【図表 8】香陵住販の単体業績推移

(単位: 百万円)

	13/9期単	14/9期単	15/9期単	16/9期単	17/9期単	18/9期単
売上高	4,406	4,219	3,902	4,248	4,860	5,229
売上総利益	—	—	—	1,963	2,252	2,420
売上総利益率	—	—	—	46.2%	46.3%	46.3%
販売費及び一般管理費	—	—	—	1,563	1,821	1,909
販管費率	—	—	—	36.8%	37.5%	36.5%
営業利益	—	—	—	400	430	511
営業利益率	—	—	—	9.4%	8.9%	9.8%
経常利益	253	310	454	377	423	476
	5.7%	7.4%	11.7%	8.9%	8.7%	9.1%
当期純利益	129	196	295	213	267	308
賃貸管理戸数 (戸)	9,194	10,138	11,212	12,484	13,374	14,146
従業員数 (人)	114	126	131	136	152	167
店舗数 (店)	16	15	15	15	16	16

(注) 13/9 期から 15/9 期までは未監査

(出所) 香陵住販有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

14/9 期と 15/9 期は、東日本大震災後の建築費の高騰を受けた自社企画投資用不動産の販売抑制により減収となったものの、中古の投資用不動産の販売仲介が拡大したため、経常増益を確保した。16/9 期は、15/9 期の不動産売上高に好採算の大型中古物件が含まれていたことが影響し、増収ながら経常減益となった。

18/9 期までの 2 期の連結決算については、売上面では、不動産売上高が拡大したこと、利益面では、管理戸数が年平均 6.4%伸びたことや、売買仲介手数料が増加したこと、販管費の伸びを抑制したこと等を背景に、売上高は年平均 11.3%、営業利益は同 11.9%増加した (図表 9)。

【図表 9】香陵住販の連結業績推移 (単位: 百万円)

	16/9期連	17/9期連	18/9期連
売上高	4,304	4,952	5,328
売上総利益	2,029	2,309	2,486
売上総利益率	47.2%	46.6%	46.7%
販売費及び一般管理費	1,598	1,863	1,945
販管費率	37.1%	37.6%	36.5%
営業利益	431	445	540
営業利益率	10.0%	9.0%	10.1%
経常利益	405	438	504
	9.4%	8.8%	9.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	231	277	327

(出所) 香陵住販有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 18年9月期決算は前期比7.6%増収、21.2%営業増益

18/9期決算は、売上高が前期比7.6%増の5,328百万円、営業利益が同21.2%増の540百万円、経常利益が同15.2%増の504百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同17.7%増の327百万円となった(図表10)。

【図表10】18年9月期の業績

(単位:百万円)

	17/9期	18/9期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	4,952	1,567	1,240	2,807	1,432	1,087	2,520	5,328	7.6%
売上総利益	2,309	—	—	1,325	598	562	1,161	2,486	7.6%
売上総利益率	46.6%	—	—	47.2%	41.8%	51.7%	46.1%	46.7%	—
販売費及び一般管理費	1,863	—	—	908	522	514	1,037	1,945	4.4%
販管費率	37.6%	—	—	32.4%	36.5%	47.3%	41.1%	36.5%	—
営業利益	445	—	—	416	76	47	123	540	21.2%
営業利益率	9.0%	—	—	14.8%	5.3%	4.4%	4.9%	10.1%	—
経常利益	438	239	169	408	67	28	96	504	15.2%
	8.8%	15.3%	13.7%	14.5%	4.7%	2.6%	3.8%	9.5%	—
当期(四半期)純利益	277	—	—	258	45	23	68	327	17.7%

(注) 第1四半期、第2四半期、上期の数値は未監査

(出所) 香陵住販有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

18年9月13日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が105.3%、営業利益は113.2%、経常利益は112.0%、親会社株主に帰属する当期純利益は114.6%であった。

売上高、営業利益共に、不動産売上高及び同売上総利益が予想を上回ったことが計画超過の主因となった。

前期との比較においては、売上総利益率が前期の46.6%から46.7%にやや上昇した。同社の事業の中で売上総利益率が低い不動産売上高の売上高構成比が上昇したことがマイナスに作用したものの、17/9期までは売上高総額を計上していた内装工事、原状回復工事等の手配工事について、手数料収入だけの計上にしたこと等がプラスに働いた。

一方、販管費の伸びを抑制した結果、販管費率は前期の37.6%から36.5%に低下した。販管費が前期比82百万円増加したのは、給与手当の増加(39百万円)が主因であった。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高(外部顧客ベース)3,518百万円(前期比11.5%増)、セグメント利益400百万円(同9.9%減)であった(図表11)。

【 図表 11 】 18 年 9 月期のセグメント別業績 (単位: 百万円)

	セグメント	17/9期	18/9期			増減率
		通期	1-3Q	4Q	通期	
売上高		4,952	4,240	1,087	5,328	7.6%
	不動産流通	3,156	2,885	632	3,518	11.5%
	不動産管理	1,795	1,354	455	1,809	0.8%
営業利益 (セグメント利益)		445	492	47	540	21.2%
	営業利益率	9.0%	11.6%	4.4%	10.1%	-
	不動産流通	444	365	34	400	-9.9%
		14.1%	12.7%	5.4%	11.4%	-
	不動産管理	439	423	146	570	29.8%
		24.5%	31.3%	32.2%	31.5%	-
	調整額	-437	-297	-132	-430	-

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース

(出所) 香陵住販有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高では、収益物件の販売戸数の増加に伴い、不動産売上高が増収を牽引した。不動産の販売件数は、17/9 期の数値が大型分譲地（クアトロリーフ 52 区画）の販売によって押し上げられていたことから、前期の 105 件から 95 件に減少した。しかしながら、18/9 期は、1 件当たりの売上高が大きい収益物件の販売棟数が増加（17/9 期 6 棟→18/9 期 9 棟）したため、不動産売上高が拡大した。

セグメント利益については、不動産売上高や仲介事業の売上総利益の増加はあったものの、売上原価をほとんど計上しない取引である紹介料の一部が 18/9 期より不動産管理事業に計上されたことや、販管費が増加したこと等から、減少を余儀なくされた。

不動産管理事業は、売上高 1,809 百万円（前期比 0.8%増）、セグメント利益 570 百万円（同 29.8%増）であった。

売上高については、自社所有不動産賃貸収入（保有物件の売却）や、サブリース収入（17/9 期に大型契約が解消）が減少したものの、管理事業収益（管理戸数の増加）や、コインパーキング運営収入等が増加したため、全体では小幅ながら増収を確保した。18/9 期末の賃貸管理戸数は、前期末の 13,374 戸から 14,146 戸に増加した。

セグメント利益については、前述の紹介料の計上が不動産流通事業から移されたことや、不動産管理事業の中で売上総利益率が高い事業である管理事業が拡大したこと、太陽光発電事業の減価償却費が減少したこと等により、大幅増益となった。

◆ 19 年 9 月期上期決算は前年同期比 20.2%増収、14.2%営業減益

19/9 期上期の業績は、18/9 期上期の数値は監査証明を受けていないため前年同期比は参考数値となるが、売上高 3,374 百万円（前年同期比

20.2%増)、営業利益 357 百万円 (同 14.2%減)、経常利益 348 百万円 (同 14.7%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益 231 百万円 (同 10.5%減) であった (図表 12)。

【 図表 12 】 19 年 9 月期上期の業績

(単位: 百万円)

	18/9期				19/9期			
	上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	2,807	2,520	5,328	7.6%	1,954	1,419	3,374	20.2%
売上総利益	1,325	1,161	2,486	7.6%	729	674	1,404	6.0%
売上総利益率	47.2%	46.1%	46.7%	—	37.3%	47.5%	41.6%	—
販売費及び一般管理費	908	1,037	1,945	4.4%	532	513	1,046	15.2%
販管費率	32.4%	41.1%	36.5%	—	27.3%	36.2%	31.0%	—
営業利益	416	123	540	21.2%	196	160	357	-14.2%
営業利益率	14.8%	4.9%	10.1%	—	10.1%	11.3%	10.6%	—
経常利益	408	96	504	15.2%	196	152	348	-14.7%
	14.5%	3.8%	9.5%	—	10.0%	10.7%	10.3%	—
当期 (四半期) 純利益	258	68	327	17.7%	129	101	231	-10.5%

(注) 18/9 期上期及び下期の数値は未監査であるため、19/9 期上期の増減率は参考数値

(出所) 香陵住販決算短信、四半期報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

期初計画に対する達成率は、売上高が 100.8%、営業利益は 102.3%、経常利益は 102.7%、親会社株主に帰属する四半期純利益は 103.6% であった。売上高、営業利益共に、不動産売上高が計画を上回った模様である。

前年同期比では、大幅増収ながら売上総利益率が 18/9 期上期の 47.2% から 41.6% に低下した。不動産売上高について、18/9 期上期は中古物件をリフォームした後、売却する取引が多く、利益率が高かった一方、19/9 期上期は新築の自社企画投資用不動産の販売が拡大したことが、利益率の低下に繋がった模様である。

一方、販管費は、控除対象外消費税を下期に全て計上する会計方法から四半期毎の計上に変更したこと等が影響し、前年同期比 138 百万円増加した。販管費の伸びは増収率を下回ったため、販管費率は前年同期の 32.4% から 31.0% に改善したものの、売上総利益率の悪化を吸収しきれず、営業利益率は前年同期の 14.8% から 10.6% に低下した。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 (外部顧客ベース) 2,452 百万円、セグメント利益 378 百万円であった (図表 13)。

売上高の内訳としては、不動産売上高が約 17.3 億円 (総売上高に対する構成比 51.2%)、仲介が約 4.8 億円 (同 14.3%)、その他の不動産流通事業が約 2.4 億円 (同 7.2%) であった。

【 図表 13 】 19 年 9 月期上期のセグメント別業績

(単位: 百万円)

	セグメント	18/9期				19/9期			
		1-3Q	4Q	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		4,240	1,087	5,328	7.6%	1,954	1,419	3,374	20.2%
	不動産流通	2,885	632	3,518	11.5%	1,515	936	2,452	—
	不動産管理	1,354	455	1,809	0.8%	439	482	922	—
営業利益 (セグメント利益)		492	47	540	21.2%	196	160	357	-14.2%
営業利益率		11.6%	4.4%	10.1%	—	10.1%	11.3%	10.6%	—
	不動産流通	365	34	400	-9.9%	241	136	378	—
		12.7%	5.4%	11.4%	—	16.0%	14.6%	15.4%	—
	不動産管理	423	146	570	29.8%	101	149	250	—
		31.3%	32.2%	31.5%	—	23.0%	30.9%	27.1%	—
	調整額	-297	-132	-430	—	-146	-124	-270	—

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース

(出所) 香陵住販有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

不動産売上高の販売件数は 54 件であった。内訳としては、土地 39 区画、収益物件 5 棟、区分所有建物 8 戸、戸建住宅 2 戸である。収益物件の主な販売実績としては、レーガバーネ南町(水戸市、RC 12 階建、60 戸)や、賃貸物件として自己所有していたシティーハイツ深川(江東区、SRC[※] 10 階建、11 戸、17/9 期末の簿価 1.0 億円)が挙げられている。

(注) SRC とは、鉄骨鉄筋コンクリート造のことある。

不動産管理事業は、売上高 922 百万円、セグメント利益 250 百万円であった。売上高の内訳としては、管理が約 3.9 億円(総売上高に対する構成比 11.4%)、賃貸が約 4.4 億円(同 12.9%)、太陽光発電が約 1.1 億円(同 3.1%)であった。

19/9 期上期末の管理戸数(単体)は、14,710 戸と、前期末比 564 戸増加した。なお、子会社化した K A S U M I C の管理戸数は約 3,000 戸である。

19/9 期上期のコインパーキングの開設は、6 カ所、154 台に達し、19/9 期上期末のコインパーキングの運営は、32 カ所、768 台となった。コインランドリーについては、19/9 期上期の開設はなく、19/9 期上期末の運営は 3 カ所となっている。

> 他社との比較

◆ 地域密着型の賃貸管理事業を営む不動産会社と比較

同社は、不動産サービスは幅広く提供しており、大手不動産会社や大手アパート建設会社等とも一部では競合するが、規模や展開地域の範囲の違いはあまりにも大きい。そこで、直接的な競合はないが、それ

それぞれの地域に密着して各種不動産サービスを展開する会社、中でも賃貸管理を事業の柱として展開する企業、新築投資用マンションを1棟販売する企業を、ビジネスモデルが同社と類似している企業として選定した。

具体的には、東京の城南地区で新築投資用マンション等の1棟販売、管理等を手掛けるフェイスネットワーク (3489 東証マザーズ)、福岡市内、熊本市内を中心に新築投資用マンションの1棟販売、管理等を手掛けるグッドライフカンパニー (2970 東証JQS)、横浜市内、川崎市内を中心に新築戸建住宅等の不動産販売や、賃貸管理、不動産賃貸等を提供するASIAN STAR (8946 東証JQS)、近畿地方で中古不動産等の販売や賃貸管理、仲介等を提供する日住サービス (8854 東証二部) である (図表 14)。

【 図表 14 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	香陵住販	フェイス ネットワーク	グッドライフ カンパニー	ASIAN STAR	日住サービス
	コード 直近決算期	3495 18/9期	3489 19/3期	2970 18/12期	8946 18/12期	8854 18/12期
売上高	百万円	5,328	14,164	2,956	3,129	7,693
規模 経常利益	百万円	504	817	527	43	172
総資産	百万円	8,080	13,933	1,957	4,139	12,285
自己資本利益率	%	14.7	17.8	29.0	-3.6	1.9
収益性 総資産経常利益率	%	6.7	6.1	27.8	1.0	1.4
売上高営業利益率	%	10.1	7.2	17.0	1.9	2.6
成長性 売上高 (2年平均成長率)	%	11.3	18.2	11.8	49.0	3.2
経常利益 (同上)	%	11.6	-11.1	25.8	-	-32.5
総資産 (同上)	%	10.7	20.0	18.0	2.8	15.6
自己資本比率	%	32.8	27.5	80.9	48.5	42.9
安全性 流動比率	%	192.8	233.0	506.1	189.4	154.8
固定長期適合率	%	66.3	23.6	6.2	67.5	83.0

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 香陵住販及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、新築投資用マンションの販売を急拡大させているフェイスネットワークが、売上高、経常利益、総資産の全ての項目で首位に立つ。不動産売上加え、売買仲介や賃貸仲介の受取手数料や、工事売上也収益源となっている日住サービスが、売上高と総資産で2位に位置する。一方、同社の規模は、3つの項目のいずれにおいても3位となっている。

安全性に関しては、仕入れた用地を約3カ月でオーナーに先行販売する等、借入に依存しないビジネスモデルを構築しているグッドライフカンパニーが、全ての項目で最も良好な数値を誇る。他の4社の数値

に大きな差はないものの、同社の自己資本比率の数値は他社との比較ではやや見劣りする。

収益性では、高い売上高営業利益率と資産効率を両立しているグッドライフカンパニーが全ての項目で首位に立つ。同社は自己資本利益率では3位ながら、売上高営業利益率と総資産経常利益率では2位に位置しており、収益性ではやや優位にあると評価できる。

成長性については、業績が落ち込んだ時期からの回復局面にあったASIANTARの売上高が高い伸びとなっているが、経常利益の水準は低迷しており、評価できるものではない。フェイスネットワークは、売上高と総資産の伸びは高いが、コスト増によって売上高営業利益率が低下傾向にあり、2期前との比較で経常利益は減少している。一方、グッドライフカンパニーと同社は、売上高と経常利益の年平均成長率が二桁であり、相対的に優位であると評価できる。

全体的には、比較対象会社に比べ、安全性ではやや見劣りするが、収益性や成長性ではやや魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は地域密着経営の継続にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、茨城県において地域密着経営を続けていることに関係している(図表15)。

【図表15】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・茨城県を中心に1棟売り自社企画投資用不動産を長年供給している	・自社企画投資用不動産累積供給棟数(建築中含む)	43棟(19年7月時点)
		・中古物件を含めた不動産の年間販売件数は近年100件前後で推移している	・不動産販売件数	95件
		・他社販売物件の獲得も加わり、管理戸数は毎年着実に増加している	・管理戸数	14,146戸
	ブランド	・茨城県の不動産投資家には香陵住販の社名は知られているものの、「レーガベネ」ブランドの展開開始や上場から日が浅く、自社企画投資用不動産のブランド名や会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・自社企画投資用不動産の販売開始からの経過年数	31年(19年7月時点)
			・「レーガベネ」ブランド開始からの経過年数	2年(19年7月時点)
			・上場からの経過年数	1年(19年7月時点)
事業パートナー	・管理物件のメンテナンスや原状回復工事において、多数の協力会社を抱えている	・ジャストサービスの外注先協力会社数	約140社	
	・業者に対する物件の販売において、特定の業者と継続的な取引をしているわけではない			
組織資本	プロセス	・マンション以外にも、アパート、戸建住宅、コインランドリー等、地域特性や対象不動産の状況に合わせて、オーナーにとって最適な活用方法をワンストップで提案		
		・管理物件において、月額管理手数料を受領するだけでなく、入居者の退去に伴って平均約3年毎に実施される原状回復工事や、新築後約25年を目安として実施されるリノベーション工事等を受注することで、オーナーと長期的な取引関係を構築している		
		・自社企画投資用不動産においては、オーナーへの賃貸管理、各種工事サービスの提供に加え、物件販売や、オーナーと入居者の賃貸借契約の仲介でも収益機会を有している		
	知的財産 ノウハウ	・茨城県の不動産事情に精通し、豊富な取引実績を誇っている		
	・オーナーが管理物件を売却した際、新オーナーの多くは同社と管理契約を締結			
人的資本	経営陣	・代表取締役は不動産業界で長年の経験があり、創業以来、同社を経営している	・代表取締役の在任年数	38年(19年7月時点)
		・代表取締役を中心とした経営陣による高い経営へのコミットメント	・代表取締役及びその他の社内取締役の保有株数	671,000株(51.5%)
	従業員	・インセンティブ制度	・従業員持株会	17,800株(1.4%)
		・ストックオプション	101,000株(7.7%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、18/9期または18/9期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、取締役、執行役員、監査役、子会社の取締役及び従業員の保有分を含む。

(出所) 香陵住販有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は創業以来、水戸市を中心とした茨城県内に確固たる顧客基盤を築くことに注力してきた。不動産を単に買い手に販売したり、不動産売買を仲介したりするだけでは顧客との継続的な関係を維持することは難しいため、同社は、設立してすぐに、長期で取引関係が継続する賃貸不動産の管理業務に着目した。

賃貸不動産の管理業務は、取引1回当たりの売上が少額であるため、不動産業の中では地味なビジネスである。しかしながら、管理業務を受託すると、契約の終了まで毎月安定した収益が見込めるだけでなく、オーナーに対して、入居者との賃貸借契約の仲介、入居者が退去した際の原状回復工事等、物件のライフサイクルに応じた様々なサー

ビスを提供しやすくなるほか、新たな投資用不動産の販売にも繋がる可能性もある。

地域密着を志向し、長年の努力によって管理戸数を積み上げたことが、多岐にわたるソリューション・メニューの提供（ワンストップサービス）、定期収入による安定したキャッシュ・フローの創出（ストックビジネス）、物件のライフサイクルに応じ様々な収益機会の確保（ロングライフ）という同社のユニークな事業モデルの構築に繋がった。従って、地域密着経営の継続こそが同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、現在、太陽光発電事業を展開しているが、今後は、自社企画投資用不動産を建設する際の環境配慮等に従来以上に取り組みたいとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、地元密着企業として創業以来成長しているため、地元貢献を第一に考え、地域イベントへの貢献、雇用の創出、地元商品の利用等によって地域の活性化役立ちたいとしている。具体的には、プロサッカーチーム「水戸ホーリーホック」のマッチスポンサーに就任し、毎年6月頃にケーズデンキスタジアム水戸にて「香陵住販サンクスマッチ」を開催するほか、男子プロバスケットチーム「サイバーダイン茨城ロボッツ」のオフィシャルスポンサーに就任し、「香陵住販 presents ROBOTS HOME GAME」を開催している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役7名（うち社外取締役1名）で構成されている。

社外取締役の加藤雅之氏は、株式会社軽子坂パートナーズ代表取締役や茨城税理士法人統括代表社員を兼務する税理士及び公認会計士であり、18年5月に同社の取締役に就任した。

監査役会は監査役3名（うち社外監査役2名）で構成されている。

社外監査役の小野瀬益夫氏は、ケーズホールディングス（8282 東証一部）の社外取締役等を兼務する公認会計士及び税理士であり、15年9月に同社の監査役に就任した。小野瀬氏は同社株式を20,000株保有している。もう1人の社外監査役である星出光俊氏は弁護士であり、17年4月に同社の監査役に就任した。

18/9 期の株主総会招集通知によれば、18/9 期に開催された 18 回の取締役会において、小野瀬監査役は 15 回に、星出監査役は 16 回に出席した。加藤取締役は、18 年 5 月の就任後に開催された 8 回の取締役会のうち、7 回に出席した。

18/9 期に 16 回開催された監査役会については、小野瀬監査役は 15 回、星出監査役は 14 回に出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 管理戸数の更なる拡大

19/9 期上期末の管理戸数は、単体では 14,710 戸、K A S U M I C を含めた連結では既に 1.8 万戸弱に達しているものの、その拡大は、管理事業の収益確保に大きく貢献することから、同社は管理戸数の拡大を重要な経営課題として認識している。

◆ 子会社群の事業強化

同社グループで原状回復工事やリフォーム工事等を担当するジャストサービスは、工事施工能力が不足しており、同社が管理する物件の工事の一部しか受注できていない。施工体制を強化出来れば、管理物件 1 戸当たりの収益が増加し、ジャストサービスのグループ業績への貢献も大きくなると見込まれる。

19 年 3 月に買収した K A S U M I C は、同社に比べ、不動産販売や販売仲介が弱いため、収益性に課題を抱えている。裏を返せば、K A S U M I C の収益力を強化出来れば、グループの利益成長の牽引役になる可能性を秘めている。

> 今後の事業戦略

◆ 管理・賃貸物件のストックの積上げをベースに安定成長を目指す

同社は、今後の成長イメージとして、管理事業及び賃貸事業等の不動産管理事業をベース収益と位置付け、管理・賃貸物件のストックを積上げることが安定成長のための最重点戦略としている。

不動産流通事業については、決算期によっては減収となるリスクを少なからず抱えているが、自社企画投資用不動産の開発強化によって、長期的な管理戸数の拡大に繋げることが可能であるため、成長促進の役割を担っている。

中期的な利益率の目標としては、経常利益率 10% (18/9 期 9.5%) の達成と、自己資本利益率 10%以上 (同 14.7%) の維持を掲げている。

◆ 管理戸数で年 1 千戸増を目標とする

同社の管理戸数の年間純増数は、17/9 期が 890 戸、18/9 期が 772 戸であったが、M&A によって、つくばエリアでの店舗拡充、空白地帯であった土浦エリアへの進出等、強化対象地域での拠点網の拡大が実現したことから、同社は年 1,000 戸増を今後の目標に据えた。

また、目標達成に向けた具体的な施策としては、1) RC マンションを中心とした自社企画投資用不動産の開発強化、2) 管理戸数が少ない東京での自社企画投資用不動産の商品化と収益物件の仕入れ再販等が挙げられる。

◆ **管理物件 1戸当たりの収益の拡大に取り組む**

同社は管理物件を起点とする収益として、管理手数料以外にも、賃貸仲介手数料や各種工事料等の多様な収益を得ているが、施工能力の不足から、同社の管理物件で行われる原状回復工事やリフォーム工事等を十分には受注できていない。こうした工事の受注率を高めることで、同社は管理物件 1戸当たりの収益を更に拡大したいとしている。

◆ **コインパーキングを 1千台規模に拡大し、投資家への売却も検討**

19/9 期上期に 154 台の新規開発を行い、同上期末の稼働台数が 768 台に拡大したコインパーキングについては、ノウハウの蓄積と K A S U M I C の買収による展開エリアの拡大により、新規開発を加速し、早期に稼働台数 1,000 台を目指す方針である。

コインパーキングについては、これまでは自社での所有、運営だけであったが、今後は、長期的な関係構築のための戦略商品として、投資家に売却する等の展開も視野に入れている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 茨城県に本社を置く不動産会社の中で、賃貸仲介件数や管理戸数でトップクラスに位置していること 管理事業や賃貸事業、太陽光発電事業等のストック型事業の収益比率が高いこと 茨城県の不動産事情に精通し、豊富な取引件数を誇っていること 管理物件の契約締結から解体に至るまで長期に亘り、ライフサイクルに応じた様々な収益機会を有していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 複数の選択肢はあるものの、自社企画投資用不動産において、RCマンションに対する依存度が高いこと 大手不動産会社に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> 拠点網拡大等による管理戸数及び関連収益の拡大 茨城県の投資用不動産市場におけるシェアの拡大 コインパーキング事業の拡大や、建設工事業の強化による収益源の多様化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 管理物件の賃料の下落や、空室率の上昇による管理事業の収益の悪化や不動産売上高の落ち込み 金融環境の悪化によって、借入金利の上昇や貸し渋りの発生が起り、同社と投資家の資金調達に影響が及ぶこと 茨城県近辺で巨大地震等の大災害が発生した場合、同社の業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性があること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ ストックビジネスの更なる強化方針は評価できる

当センターでは、20 年以降、国内住宅着工は大幅に減少する可能性が強いと考えており、住宅販売等のフロービジネスへの依存を抑え、管理事業や賃貸事業等のストックビジネスを更に強化して、安定成長を目指す同社の方針を評価している。

同社の住宅販売は、販売時のフローの利益を追求するのではなく、管理業務を受託した後に得られる様々なストック収益の獲得を目的としている点で、投資用不動産の販売を主軸とする不動産会社とは一線を画している。

◆ 管理物件 1 戸当たりの収益の拡大は戸数増との相乗効果にも期待

同社は、管理戸数の増加と共に、取りこぼしている工事をグループ内に取り込むことで、管理物件 1 戸当たりの収益拡大を目指している。

当センターでは、管理戸数(数量)と管理物件 1 戸当たりの収益(単価)は、独立して変動するのではなく、相互に影響を与える可能性があると考えている。賃貸住宅の家賃は、通常、経年劣化によって時間の経過と共に下落する傾向があるが、リフォームや設備の入替え・充実、リノベーション等により、物件の価値を引き上げられれば、家賃の維持、空室率上昇の抑制、管理契約の長期化等を通じて、既存の管理契約の解約を抑止する効果が見込めるからである。

管理戸数を拡大するには、新規の管理契約を増やすことが必要であるが、解約が増加すると、管理戸数を順調に伸ばすことが難しくなる。同社の管理契約の年間解約数は今のところ多くない模様であるが、管理戸数の増加に伴って、解約抑制の重要性が増すと考えられるほか、新規の管理契約を獲得する際にも、物件の価値向上に向けた取り組みが顧客に評価される可能性もあると思われる。

こうしたことから、当センターは、管理物件1戸当たりの収益の拡大を目指す同社の戦略について、それ自体の効果を評価する一方、管理戸数の増加との相乗効果の観点においても注目すべきと考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 19年9月期会社計画は10.4%増収、3.6%営業増益

19/9期の会社計画は、売上高5,882百万円(前期比10.4%増)、営業利益559百万円(同3.6%増)、経常利益540百万円(同7.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益359百万円(同9.9%増)である(図表17)。

【図表17】香陵住販の過去の業績と19年9月期の計画

(単位: 百万円)

	セグメント別	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	
		実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		4,304	4,952	5,328	5,882	10.4%
	不動産流通	2,601	3,156	3,518	3,948	12.2%
	不動産管理	1,703	1,795	1,809	1,933	6.8%
売上総利益		2,029	2,309	2,486	2,607	4.9%
売上総利益率		47.2%	46.6%	46.7%	44.3%	—
販売費及び一般管理費		1,598	1,863	1,945	2,047	5.2%
販管費率		37.1%	37.6%	36.5%	34.8%	—
営業利益		431	445	540	559	3.6%
営業利益率		10.0%	9.0%	10.1%	9.5%	—
	不動産流通	317	444	400	433	8.2%
		12.2%	14.1%	11.4%	11.0%	—
	不動産管理	406	439	570	587	3.1%
		23.8%	24.5%	31.5%	30.4%	—
	調整額	-291	-437	-430	-461	—
経常利益		405	438	504	540	7.1%
経常利益率		9.4%	8.8%	9.5%	9.2%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		231	277	327	359	9.9%

(注) セグメントの売上高は外部顧客ベース

(出所) 香陵住販有価証券届出書、決算短信及び決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率の低下要因としては、自社企画投資用不動産の大型物件の販売、販管費の増加要因としては、情報システム投資や50号バイパス支店(茨城県水戸市)の店舗移転費用等が挙げられている。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 3,948 百万円（前期比 12.2%増）、セグメント利益 433 百万円（同 8.2%増）、不動産管理事業は、売上高 1,933 百万円（同 6.8%増）、セグメント利益 587 百万円（同 3.1%増）である。

19/9 期上期実績がほぼ期初予想通りであったことや、自社企画投資用不動産プロジェクトの進捗や管理物件の獲得等、中核事業が順調に推移していること、下期から連結損益計算書に反映される K A S U M I C の利益影響が軽微と見込まれることから、同社は 19/9 期の期初計画を据え置いた。19/9 期末の賃貸管理件数の目標のみ、K A S U M I C の子会社化を考慮し、期初の 15,000 戸から 18,000 戸に上方修正した。

なお、19/9 期上期末時点で明らかになっている 18 年 10 月以降の自社企画投資用不動産プロジェクトの進捗状況は図表 18 の通りである。

【 図表 18 】 自社企画投資用不動産プロジェクトの進捗状況

	物件名	竣工時期	戸数	現況・予定	物件概要
完成	レーガベーネ南町	18年10月	60戸	10月にREITに一括売却済み	RC造12階建マンション
	レーガベーネ泉町	19年3月	47戸	同社が賃貸中	RC造12階建マンション
	レーガベーネみどりの南W	19年3月	6戸	4月に投資家に売却済み	木造2階建テラスハウス
建設中	レーガベーネ勝田中央	19年8月(予定)	16戸+トランクルーム、コインランドリー		RC造5階建マンション
	レーガベーネ八丁堀	20年5月(予定)	36戸+店舗1戸	20年6月引渡し(予定)	RC造14階建マンション

(出所) 香陵住販決算説明会資料、ニュースリリース、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、レーガベーネ南町の管理手数料や、レーガベーネ泉町の賃料収入について、19/9 期下期の収益への貢献を見込んでいる。また、レーガベーネ八丁堀については、売買契約が締結され、20 年 6 月末に引き渡す予定であると公表された。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 19/9 期業績を、売上高 5,935 百万円（前期比 11.4%増）、営業利益 569 百万円（同 5.3%増）、経常利益 544 百万円（同 7.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 360 百万円（同 10.1%増）と予想する（図表 19）。

会社計画に対しては、売上高は 83 百万円、営業利益は 10 百万円上回ると予想した。当センターでは、期初計画には含まれていなかった K A S U M I C の連結化の影響を織り込む一方、同社が 19/9 期での計上を予定していた不動産売上高の一部を 20/9 期以降に先送りすることで期初計画からの大幅な乖離を避けるのではないかと考えた。

【 図表 19 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	17/9期	18/9期	19/9期CE	19/9期E	20/9期E	21/9期E
損益計算書						
売上高	4,952	5,328	5,882	5,935	6,379	6,858
前期比	15.1%	7.6%	10.4%	11.4%	7.5%	7.5%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
不動産流通事業	3,156	3,518	3,948	3,913	4,166	4,550
不動産管理事業	1,795	1,809	1,933	2,022	2,213	2,308
営業利益	445	540	559	569	634	696
前期比	3.3%	21.2%	3.6%	5.3%	11.4%	9.8%
営業利益率	9.0%	10.1%	9.5%	9.6%	9.9%	10.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
不動産流通事業	444	400	433	522	557	579
不動産管理事業	439	570	587	616	667	717
調整額	-437	-430	-461	-569	-590	-600
経常利益	438	504	540	544	605	670
前期比	8.2%	15.2%	7.1%	7.8%	11.2%	10.8%
経常利益率	8.8%	9.5%	9.2%	9.2%	9.5%	9.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	277	327	359	360	400	444
前期比	20.1%	17.7%	9.9%	10.1%	11.2%	11.0%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 香陵住販決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 3,913 百万円 (前期比 11.2 増)、セグメント利益 522 百万円 (同 30.4%増) と予想した。不動産売上高、仲介事業収益、その他収益、全てのサービスで、K A S U M I C の買収の影響を考慮し、増収と予想した。

不動産管理事業は、売上高 2,022 百万円 (前期比 11.7%増)、セグメント利益 616 百万円 (同 8.0%増) と予想した。管理事業は、単体の管理戸数の増加と買収子会社の貢献により増収と見込んだ。賃貸事業は、賃貸不動産の増加や、コインパーキングの稼働台数の増加により、増収と見込んだ。太陽光発電収益は前期並みと想定した。

セグメント利益の調整額 (全社費用と未実現損益の調整額の合計) については、19/9 期上期実績が 270 百万円に達していたことと、下期には K A S U M I C の全社費用やのれん償却額が加算されることを踏まえ、569 百万円 (前期は 430 百万円) と予想した。

20/9 期は、売上高 6,379 百万円 (前期比 7.5%増)、営業利益 634 百万円 (同 11.4%増) と見込んだ。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 4,166 百万円 (前期比

6.5%増)、セグメント利益 557 百万円 (同 6.7%増) と予想した。不動産売上高と仲介事業収益は、K A S U M I C の業績が通期で貢献することを考慮し、増収と予想した。その他収益は横ばいと想定した。

不動産管理事業は、売上高 2,213 百万円 (前期比 9.4%増)、セグメント利益 667 百万円 (同 8.3%増) と予想した。管理事業は、単体の管理戸数の増加と買収子会社の通期での貢献により増収と見込んだ。賃貸事業は、コインパーキングの稼働台数の増加等により、増収と見込んだ。太陽光発電収益は前期並みと想定した。

セグメント利益の調整額 (全社費用と未実現損益の調整額の合計) については、K A S U M I C の全社費用やのれん償却額が通期で影響することを踏まえ、590 百万円と予想した。

21/9 期は、売上高 6,858 百万円 (前期比 7.5%増)、営業利益 696 百万円 (同 9.8%増) と見込んだ。

セグメント別では、不動産流通事業は、売上高 4,550 百万円 (前期比 9.2%増)、セグメント利益 579 百万円 (同 3.9%増) と予想した。不動産売上高と仲介事業収益は、単体での拡大に加え、K A S U M I C の店舗での営業強化の成果が出てくると想定し、増収と予想した。その他収益は横ばいと想定した。

不動産管理事業は、売上高 2,308 百万円 (前期比 4.3%増)、セグメント利益 717 百万円 (同 7.5%増) と予想した。管理事業は、単体での管理戸数の増加に加え、買収子会社の店舗での営業強化の成果が出てくると想定し、増収と見込んだ。賃貸事業は、コインパーキングの稼働台数の増加等により、増収と見込んだ。太陽光発電収益は前期並みと想定した。

セグメント利益の調整額 (全社費用と未実現損益の調整額の合計) については、管理体制の強化を想定し、600 百万円と予想した。

同社は、20/9 期までを成長期として捉え、内部留保資金を自社企画投資用不動産における仕入資金等に充当し、企業価値の向上を図ると共に、継続的かつ安定的な配当を実施するという配当の基本方針だけを掲げており、19/9 期の一株当たり年間配当金については 38 円 (うち、19 円の間配当を実施) を計画している。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想に前提に、19/9 期は 38 円、20/9 期は 44 円、21/9 期は 50 円と見込んでいる。

【 図表 20 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	17/9期	18/9期	19/9期CE	19/9期E	20/9期E	21/9期E
貸借対照表						
現預金	1,210	1,646		2,043	1,723	2,144
販売用不動産	1,411	672		1,120	1,166	1,303
仕掛販売用不動産	235	1,620		1,701	1,956	2,054
その他	224	215		197	207	218
流動資産	3,081	4,154		5,062	5,053	5,721
有形固定資産	3,527	3,517		4,025	3,837	3,667
無形固定資産	86	93		248	238	221
投資その他の資産	288	315		339	339	339
固定資産	3,902	3,926		4,613	4,414	4,227
資産合計	6,984	8,080		9,675	9,468	9,949
短期借入金	156	382		157	157	157
1年内返済予定の長期借入金	561	607		1,123	425	294
未払法人税等	137	90		71	79	88
預り金	537	585		690	804	879
その他	582	489		647	668	677
流動負債	1,973	2,154		2,690	2,136	2,097
長期借入金	2,308	2,356		3,058	3,025	3,124
長期預り敷金	571	602		612	612	612
その他	316	318		372	405	443
固定負債	3,196	3,277		4,042	4,042	4,179
純資産合計	1,813	2,648		2,942	3,289	3,672
(自己資本)	1,813	2,648		2,942	3,289	3,672
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	432	489		539	600	665
減価償却費	254	244		260	261	255
棚卸資産の増減額 (-は増加)	226	-538		-310	-300	-235
預り金の増減額 (-は減少)	44	48		105	114	74
その他	216	-44		40	66	60
法人税等の支払額	-77	-224		-197	-191	-212
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,097	-25		437	549	608
有形固定資産の取得による支出	-929	-327		-302	-26	-32
無形固定資産の取得による支出	-56	-13		-40	-40	-40
その他	47	20		-102	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-938	-320		-445	-66	-72
短期借入金の純増減額 (-は減少)	-111	226		-730	0	0
長期借入金の純増減額 (-は減少)	-53	94		1,217	-730	-32
リース債務の返済による支出	-15	-15		-15	-18	-20
配当金の支払額	-3	-3		-66	-53	-61
株式発行による収入	-	492		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-183	793		405	-802	-114
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-24	446		397	-320	421
現金及び現金同等物の期首残高	451	427		873	1,270	950
現金及び現金同等物の期末残高	427	873		1,270	950	1,372

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想
(出所) 香陵住販決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 市場環境の変化がフロー収益に影響を与える可能性

当センターでは、同社のストック型を中心とした収益構造について、不動産販売への依存が強い企業に対する優位性として、市場環境の変化に対しての耐性が強い点を評価している。しかしながら、同社においても不動産流通事業は市場環境の変化による影響を受けやすいこ

とには変わりはない。

景気の悪化や、顧客の所得の減少、金利や地価の上昇、税制や政策の変更、不動産投資に対する金融機関の融資姿勢の変化等があった場合、顧客の不動産投資意欲の減退に繋がり、同社のフロー収益に影響を与える可能性がある点には一定の注意が必要である。

◆ 第2四半期に収益が偏重する季節性

同社グループの賃貸仲介事業や管理事業に係る売上高は、入学や、入社、人事異動による転居に伴い、2月から4月に集中する季節性がある。一方、同社グループのコストには変動費も多いものの、人件費等の固定費については季節性による変動が小さいため、経常利益は売上高よりも、更に第2四半期に偏重する傾向がある(図表21)。

【図表21】香陵住販の四半期業績推移

(単位: 百万円)

	17/9期					18/9期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高(百万円)	1,431	1,557	963	882	4,834	1,567	1,240	1,432	1,087	5,328
構成比(%)	29.6%	32.2%	19.9%	18.2%	100.0%	29.4%	23.3%	26.9%	20.4%	100.0%
経常利益(百万円)	134	282	77	-73	420	239	169	67	28	504

(注) 各四半期の数値は監査法人のレビューを受けていない。構成比の合計値は、四捨五入の関係で必ずしも100%にならない場合がある。
(出所) 香陵住販有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

18/9期においては、自社企画投資用不動産等の不動産売上高が第1四半期や第3四半期にも多く計上されたため、売上高や経常利益の季節性は緩和されているが、不動産売上高の計上が少なかった第4四半期の経常利益は他の四半期に比べ低水準となっている。

◆ 人口移動や自然災害等、地域密着経営に伴うリスク

当センターでは、地域密着経営を同社の知的資本の源泉として評価しているものの、地域密着であるがゆえ、以下の2つの面で同社の地域分散上のリスクにもなると考えている。

ひとつは、20~24歳の就職世代における茨城県から東京圏への人口移動である。近年、就職世代を中心に東京圏への人口流入が加速しているが、18年の総務庁の人口移動報告によれば、茨城県の東京圏への人口流出超過数は全都道府県の中で最大となっている。人口減少は全国に共通するリスクであるが、人口移動は流入先と流出元で異なる影響を持つリスクであり、同社にとってより注視すべきリスクである。

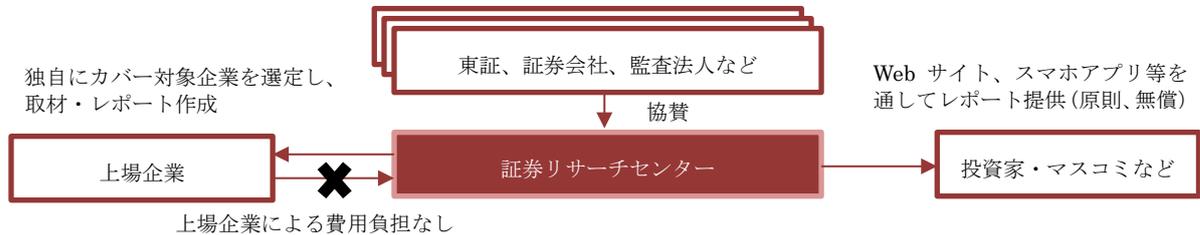
もうひとつは、地震や豪雨等の自然災害が茨城県の住宅やその他の不動産に大きな被害を与える可能性である。大規模な自然災害が発生し

た場合、その後、同社も復興の担い手の一角になると考えられるが、同社が管理する住宅や賃貸する不動産等に大きな被害が発生して、収益源であるストック収益が減少する事態になると、少なくとも短期的には、同社の経営成績及び財政状態が悪化すると考えられる。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。